

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：司马湫 S0350115080001
021-68591581 simq@ghzq.com.cn

维生素持续上涨，未来业绩可期

——兄弟科技（002562）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
海利得	\	17.6	54.8
沪深300	\	14.5	48.5

市场数据 2015-11-11

当前价格（元）	21.80
52周价格区间（元）	11.12-32.78
总市值（百万）	4652.12
流通市值（百万）	2359.74
总股本（万股）	21340.00
流通股（万股）	10824.48
日均成交额（百万）	96.01
近一月换手（%）	171.10

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

事件：

近期，我们调研了兄弟科技，与公司高管进行交流和沟通。

点评：

■ 预计公司2015年业绩将实现高速增长，主要原因是受维生素价格持续上涨的影响，公司主营产品维生素毛利率水平不断提高，虽然公司另一主要产品皮革化学品毛利有所下降，但公司的综合毛利率水平仍是显著上升。

■ 受益于维生素价格上涨，且进入壁垒高、客户粘性较强，公司凭借现有的产品优势及销售渠道，不断开拓新市场，业绩将保持高速增长。

维生素B1有望继续上涨，公司持续受益。公司维生素B1价格从去年4月份的100元/千克提升至目前的220元/千克左右，此次上涨主要原因是：（1）维生素B1长期处于低价竞争；（2）湖北华中、江西天新、帝斯曼和兄弟科技四大生产企业竞争格局稳定，且暂无新入者，其中华中和天新的合计市场份额约占整个维生素B1市场的65%左右；（3）环保力度趋严，需求景气度提升，加上行业没有新进入者。我们认为，维生素B1还有上涨空间，将持续为公司贡献业绩。

受原材料供给收缩，维生素B3有望继续上涨。全球维生素B3市场需求量在6万吨左右，公司是全球第四大生产维生素B3的企业。今年上半年公司维生素B3价格上调20%左右，此次涨价主要系上游原材料3-甲基吡啶供应紧张所致，由于生产成本上升导致维生素B3价格上涨，毛利率也随之上升（产品价格涨幅大于原料价格涨幅）。3-甲基吡啶是生产吡啶的副产物，吡啶主要下游为百草枯，未来随着国家禁止百草枯水剂的使用，吡啶产量逐步减少，3-甲基吡啶将面临供给紧张的局面，价格有望继续上涨，维生素B3价格随之提升。由于公司是国内最大的维生素B3生产企业，具有一定的议价权，我们认为未来产品价格涨幅大于原料价格涨幅是大概率事件。随着维生素B3价格上涨，公司将显著受益。

公司是最大的维生素K3生产企业，价格已趋于平稳。维生素K3价格由年初的48元/千克上涨到目前的60左右，价格已趋于平稳，此次上涨主要系原材料甲基萘价格上涨所致。

■ 非公开发行已获证监会批准，维生素业务占比将不断提高。非公开发行价不低于13.69元，募资8亿元用于建设13000吨维生素B3和5000吨维生素B5，预计将于明年三季度开始试生产，项目建于彭泽县矾山工业园，具有天然的地理优势及产业增长支持，将显

著降低生产成本，有利于公司未来的战略发展。

- **盈利预测与投资评级。**公司主营业务处于行业龙头地位，看好公司在新市场、新客户、新产品的开拓和布局。未考虑非公开增发，预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.42、0.54 和 0.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**募投项目进展不达预期；原材料价格波动的风险；非公开增发实施不确定的风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	801	860	980	1340
增长率(%)	2.1%	7.4%	14.0%	36.7%
净利润（百万元）	40	90	115	160
增长率(%)	117.2%	124.9%	27.7%	38.8%
摊薄每股收益（元）	0.19	0.42	0.54	0.75
ROE(%)	4.8%	14.8%	15.6%	17.1%

兄弟科技盈利预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	5%	15%	16%	17%	EPS	0.19	0.42	0.54	0.75
毛利率	19%	23%	24%	25%	BVPS	3.87	4.16	4.54	5.06
期间费率	12%	11%	11%	12%	估值				
销售净利率	5%	10%	12%	12%	P/E	116.2	51.7	40.5	29.2
成长能力					P/B	5.6	5.2	4.8	4.3
收入增长率	2%	7%	14%	37%	P/S	5.8	5.4	4.7	3.5
利润增长率	117%	125%	28%	39%	利润表 (百万元)				
营运能力					2014	2015E	2016E	2017E	
总资产周转率	0.66	0.43	0.46	0.58	营业收入	801	860	980	1340
应收账款周转率	3.10	3.04	3.04	3.04	营业成本	651	660	743	1007
存货周转率	4.77	4.74	4.87	4.87	营业税金及附加	3	3	4	5
偿债能力					销售费用	32	29	33	46
资产负债率	31%	55%	53%	52%	管理费用	62	60	69	94
流动比	1.82	1.10	0.95	0.85	财务费用	(1)	3	2	10
速动比	1.46	0.98	0.82	0.68	其他费用/(-收入)	(10)	(7)	(4)	(2)
资产负债表 (百万元)					营业利润	44	96	125	177
2014	2015E	2016E	2017E		营业外净收支	2	8	8	8
现金及现金等价物	288	782	580	353	利润总额	46	104	133	185
应收款项	259	283	322	441	所得税费用	7	13	16	22
存货净额	137	140	154	208	净利润	39	92	117	163
其他流动资产	9	10	12	16	少数股东损益	(1)	2	2	3
流动资产合计	692	1215	1071	1017	归属于母公司净利润	40	90	115	160
固定资产	458	549	604	633	现金流量表 (百万元)				
在建工程	22	142	292	462	2014	2015E	2016E	2017E	
无形资产及其他	36	86	132	174	经营活动现金流	91	126	143	126
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	39	92	117	163
资产总计	1221	2005	2111	2299	少数股东权益	(1)	2	2	3
短期借款	217	917	917	917	折旧摊销	54	42	54	64
应付款项	125	145	164	222	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	14	14	16	22	营运资金变动	(1)	(9)	(31)	(104)
其他流动负债	24	23	25	35	投资活动现金流	48	(254)	(259)	(263)
流动负债合计	380	1100	1123	1196	资本支出	(8)	(254)	(259)	(263)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2	其他	55	0	0	0
长期负债合计	2	2	2	2	筹资活动现金流	63	673	(34)	(48)
负债合计	382	1102	1125	1198	债务融资	72	700	0	0
股本	213	213	213	213	权益融资	0	0	0	0
股东权益	839	903	986	1101	其它	(9)	(27)	(34)	(48)
负债和股东权益总计	1221	2005	2111	2299	现金净增加额	202	546	(150)	(186)

资料来源：公司数据，国海证券研究所

注：未考虑非公开增发。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。